

Vladimir Veselica\*

UDK 336.781.5

+ 330.14 (497.5)

Izvorni znanstveni rad

## KAMATNA I PROFITNA STOPA

*Autor opisuje načine funkcioniranja kreditno-monetarnih odnosa u tržišnim ekonomijama i uspoređuje odgovarajuće mehanizme u Hrvatskoj. U završnom dijelu ukazuje na potrebu primjene kamatnih i profitnih stopa kao poluga za postizanje proklamiranih ciljeva ekonomske politike.*

### Uvod

Sadašnji krizni procesi kroz koje prolaze svjetska i nacionalne ekonomije imaju svoje duboke korijene. Nastaju i nova gledanja i shvaćanja, iako su ona različita, s obzirom na vrijeme i prostor u kojem nastaju. Novih naziranja i previranja nije pošteđena nijedna znanost, pa tako ni ekonomska. Dolazi i do metodoloških promjena znanstvenog istraživanja. Iako se niti između staroga i novoga ne mogu mehanički prekidati, ipak i u ekonomiji dominira klasifikacija na klasičnu ekonomiju, odnosno znanost i neoklasičnu ekonomsku znanost te suvremenu ekonomsku znanost.

Osnovna karakteristika klasične i neoklasične ekonomske znanosti ogleda se u modelu statične privrede, pri čemu se polazilo od premise da su raspoloživi faktori proizvodnje količinski dani, a njihova međusobna struktura nepromjenjiva. Cilj ekonomske politike na tome modelu bio je kako iz postojećih proizvodnih faktora izvući maksimum koristi za zajednicu. Ekonomska se problematika svodila na problem tehničke promjene materije i na razmjenu dobijenih proizvoda, nastalih u funkciji tehničke promjene materije. To je, zapravo, stacionarni model u kojem egzistira tendencija stalnoj ravnoteži. Poremećena ravnoteža uspostavlja se uz

---

\* Vladimir Veselica, redovni profesor Ekonomskog fakulteta Sveučilišta u Zagrebu. Članak primljen u uredništvo: 11. 5. 2002.

pomoć sila immanentnih samome sistemu. Ravnotežu su mogli poremetiti određeni faktori (porast stanovništva, rat i sl.). Privredni razvitak nije bio od posebnog interesa, a prema klasičnom i neoklasičnom shvaćanju ekonomije on je mogao biti izazvan jedino količinskom promjenom proizvodnih faktora ili promjenom njihova sastava.

Nasuprot statičnom modelu privrede pojavljuje se dinamički model privrede koji ne polazi samo od raspoloživih faktora proizvodnje i njihove međusobne strukture. Nastaju kvantitativne promjene u proizvodnim faktorima, uključujući i strukturne promjene, a tehničko-tehnološki napredak, moderna sredstva ekonomske politike i sl. imaju značajnu ulogu. U stvarnosti ekonomskog života uvijek su bile akcidentalne promjene, a u suvremenim tijekovima ekonomskog života postaju zakonite. Dinamički model ekonomskog razvitka znači praktički izazvati razvitak preko razine uvjetovane danim volumenom i danom strukturom faktora proizvodnje. U primjeni raznovrsnih instrumentarija kojima se služi ekonomska politika posebno se ističe značaj kreditno-monetarne politike, funkcioniranje tržišta novca kapitala i preko toga upotreba vrijednosnih papira, jednako kao i funkcioniranje mehanizama kamatne i profitne stope, koje imaju ključnu ulogu u funkcioniranju modela tržišno otvorene ekonomije.

Mnogo je vremena moralo proteći da bi se obuhvatila bit, bit novca, kredita i ostalih kreditno-monetarnih agregata, vrijednosnih papira, bankarskog sistema i sl., iako i u vremenu u kojem živimo ima velikog neznanja i nerazumijevanja za suvremeno funkcioniranje privrednoga života. Naime, nijedan segment privrednog sistema ne može se promatrati sam za sebe ako se konzistentno ne promatra instalirani privredni sistem u cjelini. Tako se isto ne može shvatiti bit vrijednosnih papira i njihova aplikacija u suvremenim ekonomskim tijekovima, ako se ne shvati bit, bit novca i kredita i bankarskog sistema u najširem smislu riječi. U tržišnim su ekonomijama vrijednosni papiri značajna karika funkcioniranja cjelokupne ekonomije. Nezamislivo je suvremeno funkcioniranje tržišta bez upotrebe suptilnog mehanizma vrijednosnih papira. Tržište novca i kapitala, uključujući tu i devizno tržište kao sastavni dio, pretpostavka je efikasne upotrebe raznolikih vrijednosnih papira. Činjenica da se uz pomoć vrijednosnih papira obavlja optimalna alokacija raspoloživih resursa u tržišnim ekonomijama dovoljno govori sama za sebe. Tako, npr., Njujorška burza vrijednosnih papira (New York Stock Exchange) privlači akcije (dionice) u vrijednosti polovine bruto nacionalnog proizvoda USA. Wall Street 11 postao je pojam za suvremenu svjetsku ekonomiju i za funkcioniranje tržišta kapitala, i to ne samo u relacijama američke, nego i svjetske ekonomije.

Nastaju perturbacije na ekonomskom području, posebno na monetarnom, ali ne više kao posljedica pasivnosti platne bilance, ni smanjenja metalne podloge, jer je praktički napušten metalni dogmatizam, nego zbog dubljih razloga postojećih u funkcioniranju pojedinih nacionalnih ekonomija i svjetske privrede kao cjeline. Sređivanje valutarnih prilika u pojedinim zemljama nije toliko vezano uz tehničke

razloge koliko za opće ciljeve ekonomske politike. U tom se kontekstu može i kazati da interesi općeprivredne politike diktiraju i monetarnu politiku. Čini se da je prošlo doba prilagođivanja interesima valute, primjene deflacije kao modela za održavanje stabilnosti intervalutarnog pariteta. No, ti procesi nisu na isti način prisutni u pojedinim nacionalnim ekonomijama, pa postoje procesi diferencijacije i polarizacije. Zemlje koje imaju konvertibilnu valutu uglavnom provode opću ekonomsku politiku tako da održavaju stabilnost nacionalne razine cijena i podizanja konkurentne sposobnosti domaćih roba na inozemnim tržištima. U nerazvijenim zemljama i u zemljama u razvoju postoje naglašena inflacija i drugi negativni procesi, a to ojačava tendenciju bipolarizacije svijeta na bogati sjever i siromašni jug. Posljedica su toga promjene intervalutarnih pariteta, jer ekstremne inflacijske ekonomije imaju takvu ekonomsku i tehničku situaciju svoje valute da je neizbježna devalvacija, odnosno promjena intervalutarnih tečajeva. Ekonomski problemi, monetarni i kreditni posebno, ne rješavaju se više po klasičnoj šablona. Značajno su prisutni principi oportuniteta i interesi općeekonomske politike. Na razini pojedinih nacionalnih ekonomija različiti su interesi ekonomske politike i mehanizmi privrednog sistema, posebno kreditno-monetarnog.

Procesi ekonomske stabilizacije, a preko njih i stabilizacija valute, teško su ostvarivi ako nema stabilnih i sređenih političkih prilika. Iako može zvučati paradoksalno, ipak je istinito da se ekonomski problemi samo manifestiraju kao ekonomski, a pretežno su posljedica političkih odnosa i mehanizama koji djeluju u pojedinim zemljama i u svjetskoj privredi kao cjelini. Ekonomska i tehnička situacija pojedinih valuta značajan je indikator ekonomske i političke situacije općenito. Procesu usmjereni prema stabilizaciji valute ne mogu dati očekivane efekte ako se ne stabiliziraju političke prilike, a slijedom toga i ekonomske.

Novе ideje koje nastaju u ekonomiji moguće je sistematizirati ovako:

- potrošnja je uzrok proizvodnje,
- u novčanoj privredi potrošnja djeluje na proizvodnju preko novčane potražnje,
- između konsumtivne potrošnje i produktivne potrošnje postoje određene relacije koje se mogu pomaknuti manipuliranjem novčane potražnje (volumen novca u optjecaju),
- novac nije neutralan, nego utječe na privredna kretanja,
- kredit postaje značajna poluga razvitka,
- alokacija resursa obavlja se upotrebom vrijednosnih papira zaobilaznim putovima u najproduktivnije proizvodne punktove, što omogućuje optimalne efekte.

Funkcioniranje privrednih sistema postaje sve složenije. Posebno su složeni mehanizmi kreditno-monetarne politike i upotrebe vrijednosnih papira na tržištu novca i kapitala. Nastaje svojevrsan misterij, odnosno fetišizacija značaja novca i njegovih surugata u privrednim kretanjima. Tako su i nastala monetarno-konjunktorno teoretska shvaćanja koja polaze od činjenice da promjene u svijetu dobara

nastaju zbog promjena sa strane novčanih faktora. Monetarnim shvaćanjem konjunkturnog ciklusa nastaje i monetarno tumačenje ne samo privrednog razvitka, nego i povijesti općenito.

Problematika obilja i oskudice novca uvijek je bila atraktivna. Tome se pridružuje problematika inflacije i deflacije. Kredit je dinamičan element u privredi, a to se posebno odnosi na dopunski kredit. Politika ekspanzije kredita imala je i ima svoje efekte, a njegovu je dinamičnu ulogu podrobno i sistematski obradio Schumpeter (“Teorija privrednog razvoja”). Dopunski je kredit spojen s investicijama, odnosno s proširenjem kredita. Najbitnija relacija jest odnos između akumulacije (štednje) i volumena kredita. Odnos mora biti zdrav. Novac nema pasivnu ulogu u privrednom životu, niti je uloga kredita indiferentna. Banke nisu više ustanove za prikupljanje i davanje novca, ali stvaranje bankarskog kredita većeg od objektivnih mogućnosti i granica može izazvati negativne posljedice, što je i slučaj u mnogim zemljama. Realan kredit, vezan na štednju, ima svoj značaj i ta relacija mora biti primarna u nacionalnoj ekonomiji. Istodobno i stvaranje žiralnog novca kreditima ima svoj značaj.

Prenosivi vrijednosni papiri vrsta su suvremenog novca. Ta je vrsta novca specifična, iako ima sve osobine skripturalnog i kreditnog novca. Vrijednosni papiri nisu nastali slučajno, nego s razvitkom robno-novčanih odnosa. Bez robno-novčanih transakcija posredstvom novca ne bi bilo ni vrijednosnih papira kao izvanredno podobnog novčanog supstituta (komercijalni novac). Plaćanja ostvarena vrijednosnim papirima, kao kreditnim novcem, imaju svojstvo sekundarne likvidnosti, tj. nemaju osobinu definitivnog novca. Naplata nepodmirene tražbine fakultativnog je značaja. Dakle, okončano plaćanje zahtijeva monetarizaciju vrijednosnih papira, tj. pretvorbu u definitivan novac ili obračunski prijeboj (kompenzacija). Da bi došlo do monetarizacije kreditnog novca, potrebno je omogućiti njegovu transformaciju u definitivan novac na novčanom tržištu, gdje postoje raznovrsni načini i mogućnosti. Okončano plaćanje kreditnim novcem može se obaviti i prijebojem – kompenzacijom potraživanja izraženih u prenosivim vrijednosnim papirima, čime se osigurava najsvrsishodnija upotreba novca. To se prebijanje obavlja u novčanoj ustanovi.

Vrijednosni papiri nisu oduvijek imali istu važnost u ekonomskom sistemu. Tek u modernim privredama, u kojima novac i kredit čine okvir i podlogu čitavog gospodarskog života, vrijednosni papiri dobivaju svoje značenje. Iako se izrazom “novčana” ili, pak, “kreditna” privreda ne iscrpljuju obilježja privrednog života, ipak oni bitno atribuiraju suvremeni ekonomski život. Novčani i kreditni optjecaj, a vrijednosni su papiri dio toga, zahvatili su život tržišne privrede u tolikoj mjeri da se bez mehanizma novca i kredita i upotrebe vrijednosnih papira ne može ni zamisliti.

Složeniji ekonomski i socijalni odnosi uvjetovali su rast uloge značaja novca i kredita. Ekonomski se razvitak ne može odvojiti od novca i kredita i samo se

razvojnim procesom privrede i društva mogu shvatiti povezanost i međusobni utjecaj ekonomije i novca kao njezine bitne poluge i funkcioniranje mehanizma kamatne i profitne stope.

### **Konjunktorni privredni razvitak**

Ostvariti konjunkturna privredna kretanja cilj je svake ekonomije, pa je i cilj novčanih sistema u teorijskoj ekonomiji. Za konjunkturna privredna kretanja bitnu ulogu ima funkcioniranje novca i kredita, odnosno tržište novca i kapitala, uz kompleksnu primjenu vrijednosnih papira. U tom se sklopu postavlja problem ravnoteže u privrednom životu, a to nameće potrebu stvaranja privrednog sistema u okviru kojega bi tekla privredna zbivanja na način da su elementi privrednih procesa determinirani i povezani logičkim vezovima. Pristup ravnoteži može biti dinamički kao prihvatljiviji, a može biti i statički, iako ekonomski procesi nisu laboratorijski procesi koji se mogu apotekarski dozirati. Ravnoteža u privrednim procesima ima relativan značaj, ona može biti stabilna, labilna i indiferentna, može biti potpuna ili djelomična. Načelo ravnoteže odavno je postojalo u ekonomskoj znanosti. Najčešći su parcijalni principi koji ravnotežu svode na odnos između ponude i potražnje roba, između izvoza i uvoza, ravnotežu platne bilance, ravnotežu između cijena i troškova, između štednje i akumulacije. Ravnoteža i njezina problematika imaju sintetičke pokazatelje koji nisu vezani samo uz problem novca i kredita, nego uz problematiku formiranja i kretanje cijena kao emanaciju tržišne privrede, uz objektivne i subjektivne faktore koji u njoj djeluju. Naime, mehanizam cijena bitno utječe i na mehanizam primarne raspodjele i djelovanja objektivnih tržišnih zakonitosti i na mehanizam sekundarne raspodjele, a to drugim riječima znači da cijene djeluju i direktno i indirektno na proizvodnju, na raspodjelu i na potrošnju.

U tržišnoj privredi značajnu ulogu imaju kamate kao instrument u funkcioniranju tržišta novca i kapitala, jer se pod utjecajem ponude i potražnje novca i kapitala upućuje kupovna snaga na proizvodnju i potrošnju. Tako se tržišna kretanja promatraju kao konjunkturna, a cijene su u funkciji tržišnih odnosa. Aktualna kupovna snaga novca, u krajnjoj je konzekvenci, u funkciji konjunktura. Kamatama se pridaje veliki značaj zbog toga što one u modernoj organiziranoj tržišnoj privredi, u kojoj postoji tržište novca i kapitala, reguliraju novčani i kreditni volumen, a time i u velikom dijelu konjunkturna kretanja. Moglo bi se kazati da manipulacija kamatne stope, uz ostale instrumente moderne kreditne i monetarne politike, uključujući tu i fiskalnu politiku, a posebno open market policy, postaje glavni regulator kupovne snage novca i konjunktura, a time i cijelog privrednog života. Ekonomska je problematika kamata razrađena i postoje mnoge teorije i smjerovi njezine razrade, a njezin se značaj u monetarnom i ekonomskom smislu ogleda u tome što ona djeluje na stvaranje volumena kredita (što je niži kamatnjak,

to je veći volumen kredita koji su stvorile banke). Snižene kamate kod određenog stadija cijena povećavaju maržu dobitaka kod starih i novih investicija. Poznato ja da je profit, odnosno dobitak, osnovna pokretačka snaga u kapitalističkom privrednom životu. Tako nastaje spirala kretanja, jer povećanje dobiti povećava potražnju kredita za nove investicije, raste cijena kao posljedica proširenja kredita, pa to također sa svoje strane podiže dobitke koji opet prouzrokuju novu potražnju kredita. To se nastavlja sve dok ne dođe do prijeloma u krivulji cijena. Značaj kamata ogleda se i u tome, što one stimuliraju ili slabe proizvodnju proizvodnih ili potrošnih dobara, a to se reflektira na opseg potrošnje investicija u privredi. Postoje generalne ocjene da smanjivanje kamata dovodi do ekspanzije kredita, a deflacionistička do kontrakcije novčanog i kreditnog volumena.

U jednoj se nacionalnoj privredi čitav realni i nacionalni dohodak ne potroši u cjelosti u razdoblju u kojem je proizveden. Uvijek se dio upotrebljava za "proizvodnju dobara na zaobilaznim putevima". Taj se dio realnog nacionalnog dohotka vezuje u proizvodnom procesu i naziva se investicijom, odnosno štednjom. Investirane uštede znače stvaranje realnog kapitala. Mehanizmom vrijednosnih papira prikupljaju se uštede i one se povremeno daju u posjed u obliku "dispozicije kapitala". Za ustupljena sredstva kojima se koriste za investicije plaćaju se kamate, a uštede su sadašnja realna dobra koja su više vrijedna od budućih. Tako je nastala ažio teorija kamata (Böhm-Bawerk). Kad se ponuda ušteđenih realnih dobara sasvim pokriva potražnjom dobara za investicijske svrhe, na tržištu se formiraju kamate koje se nazivaju "naravnim" ili "realnim" kamatama. U tom su slučaju uštede jednake investicijama. U tom modelu čitav privredni mehanizam postoji u ravnoteži. To je bila karakteristika za naturalnu privredu, ali u modernoj privredi postoji novčana privreda. Knut Wicksellovim nadzorima, čim se novčane i realne kamate ne pokrivaju, stupa u djelovanje tzv. kumulativni proces koji se ogleda u tome da se nastala ravnoteža odstrani. Čim banke spuste kamate ispod realnih, potiče se aktivnost za novim investicijama, koje za duže vrijeme odbacuju zarade. Niža kamatna stopa omogućuje veći stupanj rentiranja investicija koje se inače ne bi mogle u kratkome roku amortizirati. Bitna je struktura proizvodnje proizvodnih i potrošnih dobara i obično dolazi do transfera proizvodnih faktora iz proizvodnje potrošnih u proizvodnju proizvodnih sredstava ili realnog kapitala. Volumen kredita povećava se zbog padanja novčanih kamata, a to omogućuje slobodne dispozicije kapitalom, pa poduzetnici na tržištu traže proizvodna, ali i potrošna dobra. Rastu cijene, a to ograničuje potrošnju onih primalaca redovitih dohodaka i onih poduzetnika čiji prihod ne može kupiti dosadašnju količinu dobara. To je, zapravo, fenomen prisilne štednje. Na tom je modelu odnosa ravnoteže i neravnoteže novčanih i naravnih kamata kupovna snaga novca u funkciji razvitka konjunktura.

Konjunktorna kretanja ogledaju u prosperitetu, a nekonjunktorna u privrednoj depresiji. Postoji konjunktorni ciklus koji ima faze, i to: najnižu točku depresije, početak poleta, polet i prosperitet, pa vrhunac prosperiteta, koji završava krizom, i

na kraju dolaze rasplet krize i depresija. Najteži je problem preokret iz depresije u početak poleta. Mnogi su konjunkturu i njezine faze tumačili monetarnim faktorima, a razvila i se monetarna teorija superkapitalizacije kao teorija o djelovanju kamata i njihova kretanja u privrednom životu. Monetarni je faktor značajan faktor u razvitku konjunkturnog ciklusa, ali nije jedini. Monetarno je tumačenje fenomena konjunktura nastalo dijelom i zbog toga što se aktivna konjunktorna politika može najlakše voditi s monetarne strane. Intervencije s monetarne strane daju impuls za pokretanje ostalih elemenata u privrednoj mašineriji, što se odražava na reguliranje ostalog privrednog razvitka. Na tome modelu nastaje i intervenistička politika. U tom se sklopu smatra da je važno povećati potrošnju proizvodnih sredstava i provoditi investicije, jer to daje impuls u privrednim kretanjima koja zahvaćaju grane po principu multiplikatora. Jedna od značajnih metoda stimuliranja privrednog prosperiteta bili su i javni radovi. Moderna teorija daje nove recepture, a to se posebno manifestira u visokorazvijenim tržišnim ekonomijama. Tržište novca i kapitala i vrijednosni papiri ne mogu biti sekundaran faktor u vođenju aktive antiinflacijske politike. Njima mora pripasti ono mjesto koje im pripada ako se hoće afirmirati ekonomski kriterij privređivanja, a time osigurati i ekonomska efikasnost u cjelini.

### **Mehanizmi monetarno-kreditnog reguliranja**

U vođenju kreditno-monetarne politike značajnu ulogu ima instrumentarij vezan uz reguliranje opsega novčane mase i s time u vezi depozitnog novca, ekspanzije kredita i sl. Zadatak je ekonomske politike u segmentu kreditno-monetarne politike zadovoljiti poslovni promet optimalnom količinom novca. Ne postoji uvijek ista razina potrebne optimalne količine novca. To uvjetuju mnogobrojni faktori: cijene, dohoci, stupanj proizvodnje i sl. Potrebno je osigurati dostatnu količinu depozitnog novca radi održanja stabilnih ekonomskih odnosa. Takvu ulogu može odigrati tzv. "dobar novac", koji na trajnoj osnovi omogućuje ujednačen obračun proizvodnje, odnosno prometanja i plaćanja roba i usluga. Količina novca mora biti u funkciji količine robe, radi postizanja ravnoteže.

Emisiona banka ima veliku ulogu u plasiranju kredita svojim, tzv. primarnim novcem. Obrnuto, raspoložive novčane potencijale restringira raspoloživim instrumentima monetarno-kreditne politike ili ih ekspandira.

Pored svih kvaliteta koje depozitni novac i sistem bezgotovinskog plaćanja imaju, a na osnovi toga i kreditne multiplikacije koje nastaju, ipak depozitni novac krije u sebi određen broj opasnosti. Prva je opasnost opasnost od inflacije, do koje može doći i zbog elastičnosti nekontroliranog kreiranja sekundarnih depozita, pa na osnovi njih nastalog depozitnog novca. Zato mora biti uspostavljen odgovarajući odnos između gotovine i depozita, što se posebno odnosi na model dugoročno

plasiranih sredstava. Povećanje emisije depozitnog novca, koje ostvaruje bankarski sistem, povećava primarnu emisiju notne banke, a to rezultira i povećanjem fiduracijarnog novca (gotovine). Nastaje hipertrofirana novčana emisija koja se može smanjiti intervencijama centralne banke. Notne banke primjenjuju raznovrsne mjere kreditno-monetarne politike, a osobito su značajne mjere koje se odnose na reguliranje obveznih rezervi banaka, na operacije na otvorenom tržištu, na kredite centralne banke poslovnim bankama, na nekreditne alokacije primarnog novca u korist poslovnih organizacija i na selektivno reguliranje kreditnih plasmana banaka. Dva potonja elementa prakticirana su u bivšoj Jugoslaviji, ali s negativnim posljedicama.

### *Politika obveznih rezervi banaka*

Obvezne rezerve poslovnih banaka kod centralne (notne-emisione) banke utječu na količinu novca kao prometnog i platežnog sredstva. Mehanizmu obveznih rezervi svrha je da regulira kreditne i monetarne multiplikacije. One reguliraju kreditni potencijal poslovnih banaka promjenama u visini stopa obveznih rezervi.

Oba navedena kriterija utječu na kvantum kreiranja primarnog novca. Obveznim rezervama emisiona banka ograničuje i usmjerava rast depozitnog novca. Ona se manifestira kao svota koju banka drži na računu kao depozit kod centralne banke. Svotom obvezne rezerve banka ne može slobodno raspolagati. Stope obvezne rezerve različite su u pojedinim razdobljima i kod pojedinih zemalja, a to ovisi o ciljevima koje želi postići kreditno-monetarna politika. Diferencirana politika, vezana uz stope obveznih rezervi, vodi se različito prema depozitima koji služe kao osnovica za obračun rezerve. U stabilnim monetarnim politikama obvezna je rezerva značajan instrument reguliranja kreditnog potencijala banaka.

U uvjetima nelikvidnosti nacionalne privrede instrument obvezne rezerve ima karakter administrativne mjere, koja, uz svu primjenu, ne daje kvalitetne efekte.

Kao pojam širi od obveznih rezervi koje se obračunavaju primjenom odgovarajućih stopa na osnovicu koju utvrdi emisiona banka, postoji tzv. likvidetna rezerva, koja je instrument uz pomoć kojeg se izbjegava insolventnost banaka depozitara. Dakle, likvidetnoj je rezervi cilj učiniti depozite sigurnima, likvidnima i plativima po viđenju.

Dok je banka nelikvidna, osnivači osnovne banke ne bi mogli raspolagati sredstvima na svojim drugima računima koji se vode. Ako banka daje aval na vrijednosne papire što ih izdaju poslovne organizacije, ako daje garanciju za njihove obveze i izdaje vlastite vrijednosne papire, ona mora, radi održavanja likvidnosti formirati posebnu rezervu likvidnosti. Kada banka nema na žiro-računu sredstva za namirenje obveza, koristi se najprije sredstvima svog rezervnog fonda, a zatim sredstvima obvezne rezerve kod centralne banke.



### ***Politika otvorenog tržišta***

Emisiona banka provodi politiku otvorenog tržišta (open market policy) u sklopu kratkoročne monetarne politike. Politikom otvorenog tržišta utječe se na povećanje kreditnog potencijala poslovnih banaka, i to kupnjom vrijednosnih papira. Kada se želi smanjiti kreditni potencijal poslovnih banaka, onda emisiona banka prodaje svoje vrijednosne papire iz svoga portfelja. Kupnjom i prodajom vrijednosnih papira, i kratkoročnih i dugoročnih (rjeđe), reguliraju se optimalne količine novca potrebnoga u danom trenutku proizvodnje i prometu. Prodajom vrijednosnih papira emisijska ustanova politikom otvorenog tržišta mobilizira raspoloživa novčana sredstva. Obrnuto, kupnjom vrijednosnih papira puštaju se u optjecaj dodatne potrebne količine likvidnog novca. Upravo se zbog toga smatra da je politika otvorenog tržišta veoma važan mehanizam za postizanje financijske stabilizacije. U mehanizmu politike otvorenog tržišta dominantni su kratkoročni vrijednosni papiri.

Značajan je mehanizam kamatnih stopa koje se formiraju pri prodaji i kupnji vrijednosnih papira na otvorenome tržištu u funkciji ponude i potražnje, kao i njihova utvrđivanja od strane emisione banke. Značajna je i politika eskontne stope koju primjenjuje emisijska banka i ona se pojavljuje kao dopunska mjera politike otvorenoga tržišta. Na razlici između kamatne i eskontne stope dolazi do interakcije između poslovnih banaka i emisione banke. Ako se povisuje eskontna stopa emisione banke, povećava se kamatna stopa poslovnih banaka u odnosu na komitente. Kombinacijom politike otvorenog tržišta i politike eskontne stope emisijska ustanova utječe na oživljavanje, odnosno na restringiranje privrednih aktivnosti. Ta su dva mehanizma značajna ako su organski uklopljeni u ostale mehanizme privrednog sistema. Efikasnost toga mehanizma ovisi o uspostavljenom tržištu novca i kapitala i o deviznom tržištu, a to je opet sve skupa u funkciji ostalih okruženja u kojima je institucionaliziran mehanizam privrednog sistema i unutar kojeg se poduzimaju određene mjere.

Operacije na otvorenome tržištu značajne su i sa stajališta vođenja politike državnog duga, a to se posebno odnosi na obveznice i operacije njima. Kupovne i prodajne transakcije centralne banke utječu na kreditni potencijal poslovnih banaka i na formiranje tržišne kamatne stope.

Politika otvorenog tržišta i eskontne stope limitirana je koncepcijom privrednog sistema, a to se, prije svega, odnosi na djelovanje tržišnih mehanizama, što mora doći do punog izražaja u sferi financijskih odnosa. Potrebno je postojanje razvijenosti sekundarnog tržišta vrijednosnih papira.

### **Mehanizam kamatne stope**

Ni o jednom problemu u ekonomiji općenito, a u financijskom sustavu posebno, nije bilo toliko rasprava i napisanih knjiga i studija kao o problemu

kamatnih stopa. Kamatne stope imaju veliko značenje i procesom manipulacije kamatnim stopama utječe se na globalna ekonomska kretanja (makrookruženja), na izbor investicijskih projekata, na financijski položaj gospodarstvenih jedinica. Kamatna stopa ima funkciju granične stope rentabiliteta. Dakle, u interpretaciji uloge i značenja kamatnih stopa postoji nekoliko mogućih razina. Sâm fenomen kamatnih stopa postoji na razini poslovnog sektora, kućanstva, vlade, a povezan je s mehanizmom funkcioniranja kamatnih stopa. Upravo kamatne stope preko tržišta novca i kapitala omogućuju koncentraciju štednje različitih subjekata i njezin plasman na profitabilne investicijske projekte, uz očekivanje da štednja kao odložena potrošnja odbacuje zaradu u obliku kamata. Štediša predajom raspoloživih fondova u jedan ili više financijskih instrumenata postaje posuđivač fondova (sredstava). Financijska tržišta omogućuju uzajmljivačima kanale preko kojih se izdaju vrijednosni (dužnički) papiri. Uzajmljivači izdaju papire posuđivačima (IOUs). Akt štednje, akt posuđivanja kao i uzajmljivanja i investiranja, povezan je preko financijskog sustava. Faktor koji signifikantno utječe na sve navedene procese i povezuje ih u cjelinu jest kamatna stopa. Kamatna stopa kao povezujuća sila raznolikih interesa daje cjenovne signale uzajmljivačima, posuđivačima, štedišama i investitorima. Tako, npr., visoka kamatna stopa, općenito, generira veći volumen štednje i stimulira posuđivanje fondova. Niske kamatne stope, sa druge strane, slabe tijekove štednje i reduciraju posuđivačke aktivnosti. Istovremeno, visoke kamatne stope reduciraju volumen posuđivanja i kapitalnog investiranja, a niske kamatne stope stimuliraju uzajmljivanje i investicijsku potrošnju.

Kamatna stopa ima važne funkcije u ekonomiji, a one bi se mogle sustavno iznijeti kao: pomaganje da tekuća štednja teče prema investicijama radi ostvarenja ekonomskog rasta; osiguranje ponude kredita, odnosno posuđujućih fondova za investicijske projekte koji će odbaciti najveću očekivanu stopu profita (dobit); uravnoteženje ponude i potražnje novca; važan je instrument vladine politike preko kojeg se utječe na volumen štednje i investicija. Ako ekonomija pokazuje niži rast (sporiji), što ima za posljedicu porast nezaposlenosti, vlada se koristi instrumentima kamatne stope (njezinim smanjenjem) radi stimuliranja uzajmljivanja kapitala i investiranja. Ako je ekonomija vruća, što izaziva rapidnu inflaciju, onda vladina politika primjenjuje niže kamate za usporavanje uzajmljivanja kapitala i svih oblika potrošnje.

Postoji temeljna kamatna stopa u ekonomiji poznata kao čista ili slobodna od rizika (pure or risk-free rate of interest). Ta je kamatna stopa komponenta svih stopa. Čista ili od rizika slobodna kamatna stopa približava se realnom svijetu prihoda koji se ostvaruje od vladinih obveznica, jer te obveznice predstavljaju mali ili nikakav rizik financijskog gubitka. Takva je kamatna stopa oportunitetni trošak držanja neiskorištena novca, jer je investitor uvijek može investirati u obveznice i zaraditi minimum stope povrata (dobiti). Osim čiste kamatne stope, ostale se kamatne stope formiraju ovisno o karakteristikama izdanih vrijednosnih papira

uzajmljivača. Uzajmljivači, uglavnom, plaćaju kamate veće nego što bi one bile izračunane po čistoj kamatnoj stopi.

### **Mehanizam profitne stope**

U otvorenoj tržišnoj ekonomiji važan je mehanizam funkcioniranja profitne stope, koji je, na svoj način, povezan i uvjetovan. Specifičnost utjecaja kamatne stope na profitnu stopu vidi se u tome što investicijski projekti moraju odbaciti stopu povrata (profita) koja kompenzira trošak kapitala i pozitivnu razliku koja pripada poduzetniku. U tom je kontekstu zadaća svake privrede alokacija svoga kapitala u različite moguće profitabilne investicije. To podrazumijeva skupe investicije, odnosno isplatu novca danas radi osiguranja zarade u budućnosti. U odabiru najbolje investicije potrebna je mjera toga prihoda ili prinosa na kapital. Važna je mjera stopa prinosa od kapitala koja označuje neto prinos u godini dana na svaku jedinicu investiranog kapitala. Prinos od kapitala uključen je u poslovne profite. Profiti predstavljaju rezidualni dohodak koji je jednak razlici ukupnih prihoda i ukupnih troškova. Zapravo, dohodak ima četiri komponente: nadnice, rente, kamate i profit. Ujedno je potrebno istaknuti razliku između poslovnog profita i ekonomskog profita, pri čemu ekonomski profit podrazumijeva oduzimanje od prihoda svih novčanih i oportunitetnih troškova.

Cilj poduzeća jest profitabilnost poslovanja i uvećanje bogatstva dioničara. To se osigurava donošenjem učinkovitih odluka o investiranju, financiranju, dividendi i zaradi. Krucijalno je pitanje profitabilnost investicijskih projekata, jer su investicije najvrednija supstancija u ekonomiji; one su oskudan resurs i zbog toga oskudne resurse valja produktivno alocirati, a to se u tržišno otvorenim ekonomijama dominantno čini posredstvom tržišnih mehanizama, prije svega, financijskih.

Investicije u privredi igraju dvostruku ulogu; one predstavljaju veliku i promjenljivu komponentu kod trošenja, tako da promjene u investicijama snažno utječu na agragatnu potražnju. Agregatna potražnja utječe na proizvodnju i zaposlenost. Investicije vode akumulaciji kapitala. Investicijska ulaganja povećavaju potencijalni nacionalni proizvod i potiču ekonomski rast u dugom roku. Glavne su odrednice investicija: prihodi, troškovi i očekivanja. Investicije imaju izravan učinak na rast prihoda poduzeća. Stvoreni prihodi s naslova investicija stvaraju opće stanje ekonomske aktivnosti. Određena kolebanja u proizvodnji imaju odlučujući utjecaj na kretanje investicija u tijeku konjunktturnog ciklusa. Osim prihoda, važna su odrednica razine investicija troškovi investiranja. Tu se najčešće koristi analizom cijene i koristi (cost-benefit analysis) i odnos koji iz toga proizlazi upućuje na proizvodnost investicijskih ulaganja, pri čemu se teži optimalnosti ulaganja. Očekivanja, kao treća odrednica investicija, neizvjesna su i može se očekivati da

će prihodi od investicija nadvisiti troškove. Dakle, investicijske su odluke u raskolu očekivanja i predviđanja budućih događanja. Predviđanje je u načelu rizično.

Kao što je istaknuto, investicije ovise o kamatnjaku. Krivulja potražnje za investicijama stepeničasto opada ovisno o razini kamatne stope. U funkciji kamatnjaka poduzet će se one investicije koje imaju pozitivan neto profit, tj. neto profit nakon oporezivanja.

Profiti prikazani u nacionalnim računima dobitka ograničeni su na profite poduzeća. Sagledaju se analitička interpretacija profita prije oporezivanja, profita nakon oporezivanja, isplaćenih dividendi dioničarima i zadržana zarada kao akumulacija. U SAD su korporacijski profiti nakon oporezivanja oko 8% ukupnog bruto nacionalnog proizvoda. Stopa prinosa od američkog korporacijskog kapitala (definirano kao profiti podijeljeni troškovima kapitalnih dobara) bila je u prosjeku 8% godišnje, što je prilično više od realnog kamatnjaka na sigurne vrijednosne papire, koji u prosjeku iznosi 4% godišnje.

U tržišnoj ekonomiji stopu korporacijskih profita determinira nekoliko važnih odrednica, a to se najviše odnosi na shvaćanje profita kao implicitnih prinosa. Poslovni su profiti miješanje različitih elemenata. Dio je profita u obliku prinosa s naslova rente. U velikim su korporacijama većina profita oportunitetni troškovi investiranog kapitala. Dakle, implicitni rentali, implicitna renta i implicitna nadnica prinosi su na čimbenike koje poduzeće posjeduje. Dalje, profiti su nagrada za snošenje rizika i nagrada za inovatorstvo. Kada se odbiju implicitni prinosi, ostaje čisti profit koji predstavlja nagradu zbog poduzimanja investicija s nezvjesnim prinosima. Rizik koji je posebno važan za investicijska ulaganja jest tzv. neosigurivi rizik investicija ili tzv. sustavni rizik, odnosno rizik koji se ne može diversificirati. Dio profita može se pojaviti kao monopolska zarada.

Ulaganje raspoloživog kapitala u investicijske projekte ima svoje specifičnosti. Karakteristika financijskih ulaganja ogleda se u tome što ona iskazuju dugoročno vezanje novčanih sredstava, odnosno njihovu privremenu imobilizaciju. Investicije su važno područje u ekonomiji svake zemlje. O opsegu i strukturi investicijskih ulaganja velikim dijelom ovisi i stopa rasta. Brojni su subjekti koji žele investirati, a investicijske su mogućnosti ograničene, odnosno oskudna su sredstva za investicije, pa ih upravo zbog toga valja alocirati u profitabilne investicijske projekte. Investicije su povezane s izgradnjom novih objekata, s replasmanima, odnosno sa zamjenom dotrajalih objekata ili sredstava. U tom se kontekstu razlikuju bruto, neto i nove investicije. Kod investicija uvijek je bitno proračunati isplati li se zamišljeni investicijski pothvat. Investicijska su ulaganja povezana s najvrednijom supstancijom u ekonomiji, a to je akumulacija, kao najprogresivnija ekonomska funkcija društva. Oni žele ulagati, ne raspoložu uvijek dovoljnim iznosom sredstava, pa to uvjetuje potrebu posudbe kapitala koji nedostaje za željenu investicijsku izgradnju. Zbog toga je važno poznavati metode za utvrđivanje investicijskih učinaka, odnosno utvrđivanje njihove profitabilnosti koja mora biti primjerena.

Kod investicijskih je ulaganja veoma važan mehanizam djelovanja kamatne stope. Investicijske odluke imaju dugoročan karakter i mogu se promatrati samostalno, iako one čine sastavni dio poslovnih odluka, posebno onih povezanih sa strategijom razvitka. Donošenje investicijskih odluka veoma je složen i odgovoran posao. Potrebno je potpuno i kompleksno razmotriti investicijski projekt, što je predmet višekriterijskog programiranja poslovne politike. Uz investicijska ulaganja vezan je pojam efikasnosti investicijskih ulaganja, koja ustvari ima oblik financijske efikasnosti, a izračunava se na osnovi financijskih efekata. U fazi investiranja kapitala poduzeće tereti tekuće likvidne novčane rashode zbog koristi koja će biti stvorena u budućnosti. Obično se investicije predstavljaju kao jednokratna ulaganja od kojih se očekuju višekratne koristi, iako može biti i drugih situacija, npr., da postoje višekratna ulaganja. Naš sud o predloženoj situaciji bitno ovisi o očekivanom povratu, odnosno o tome koliki će biti povrat u odnosu na povrat koji traži investitor. To je povezano i s utjecajem investicijske odluke na cijene dionica. Odluka o investiranju najvažnija je od triju odluka prilikom stvaranja vrijednosti (odluka o investiranju, odluka o financiranju, odluka o dividendi). Dugoročna ulaganja za investicije nazivaju se i kapitalnim investicijama i predstavljaju alokaciju kapitala u investicijske prijedloge čije će se koristi realizirati u budućnosti. Buduće se koristi ne mogu potvrditi sa sto-postotnom sigurnošću, jer su okruženja promjenljiva i neizvjesna. Zbog toga investicijski prijedlozi moraju sadržavati rizik koji se procjenjuje u odnosu na očekivani povrat i rizik, jer su to faktori koji utječu na određivanje tržišne vrijednosti poduzeća. Odluka o investiranju određuje ukupan iznos efektivne imovine poduzeća, sastav te imovine i prirodu poslovnog rizika poduzeća.

### **Vremenska vrijednost novca**

Stvaranje bogatstva dioničara usko je povezano s najboljom kombinacijom odluka o investiranju, financiranju i dividendama. Tako se oblikuje osobina odnosa povrat – rizik poduzeća i vrijednosti poduzeća, što je osobito važno sa stajališta dobavljača kapitala. Sa stajališta stvaranja vrijednosti poduzeća najvažnija je odluka o investiranju. Raspoloživa sredstva za investicije uvijek su oskudna i potrebno ih je racionalno i učinkovito iskoristiti. Donošenje investicijskih odluka ima karakter kompleksnosti i predmet je višekriterijskog programiranja investicijske politike poduzeća unutar poslovne politike. U kontekstu financijskog menadžmenta bitan je parametar financijska efikasnost koja se odražava financijskim efektima. Neto financijski efekti manifestiraju se kao čisti novčani primici, čisti novčani izdaci i razlika između njih kao čisti novčani tok.

Kapitalističko poslovanje poduzeća implicira, prije svega, kriterij profitabilnosti, odnosno oplođivanje (kapitalizaciju) uloženi sredstava. Kapital

(novac) ima svoju vrijednost, a samo korištenje kapitala ima svoju cijenu (obično su to kamate). Jedno je od najvažnijih načela u cjelom poslovnim financijama vremenska vrijednost novca ili vremenska preferencija novca. Isti iznos kapitala u sadašnjosti vrijedi više nego u budućnosti. Vremenska je vrijednost novca važna i ona prodira u cjelokupan gospodarski i financijski sustav poslovnih financija. Tu je najvažniji koncept budućih (konačnih) i sadašnjih vrijednosti. Prve su povezane s faktorom kapitalizacije, a druge s faktorom aktualizacije.

### ***Buduća (konačna) vrijednost novca***

Veza između jedinica kapitala danas i u budućnosti odražava bit koncepta kapitalizacije. Naime, buduća (konačna) vrijednost sadašnje vrijednosti kapitala određenog iznosa dobiva se primjenom složenog ukamaćivanja (compound interest) u određenom vremenskom razdoblju. Jednostavno govoreći, to je poznati model obračuna kamata na kamate. Polazna premisa jest da je jedinica kapitala danas manje vrijedna u budućnosti. Osim iznosa kapitala, veoma je važan parametar vrijeme. Upravo se zbog faktora vremena i upotrebljava naziv: vremenska vrijednost novca. Više se plaća za investiciju koja obećava povrat za jednu godinu, nego za dvije. Ta se veza naziva, kako je već spomenuto, vremenskom vrijednošću (preferencijom) novca. Složeno ukamaćivanje znači da se zarađene kamate za ugovoreno vrijeme pribrajaju glavnici na svršetku toga vremena i postaju dio nove glavnice.

### ***Sadašnja vrijednost***

Sadašnja je vrijednost tekuća vrijednost novca jedne buduće svote. Vrijednosti novca koje dopijevaju u budućnosti danas vrijede manje. Sadašnja vrijednost (present value) tekuća je vrijednost buduće svote (vrijednosti) – svote novca koja bi morala biti investirana danas, uz danu kamatnu stopu, za određeno razdoblje, da bi izjednačila buduću svotu. Sadašnja je vrijednost jedinice kapitala zasnovana na vjerovanju da više vrijedi nego jedinica kapitala koja će biti primljena u nekom budućem vremenu. Sadašnja vrijednost jedinice kapitala (1 kune) ovisi o investicijskoj mogućnosti primanja u točki vremena u kojoj će jedinica kapitala biti primljena. Proces traženja sadašnje vrijednosti često je referiran kao diskontiranje tokova gotovine (discounting cash flows). Taj je proces inverzan složenom ukamaćivanju budućih vrijednosti. Umjesto traženja buduće vrijednosti sadašnjeg kapitala investiranog uz danu kamatnu stopu, diskontiranje određuje sadašnju vrijednost budućeg iznosa. Preuzimajući tu odluku njen tvorac ima mogućnost zarade (izvjesnog povrata) na novcu. Taj je povrat različito referiran,

kao: diskontna stopa (discount rate), zahtijevani (očekivani) povrat (required return), trošak kapitala (cost of capital) ili oportunitetni trošak (opportunity cost).

### **Ekonomski rast**

Stopa rasta domaćeg bruto proizvoda nacionalne ekonomije usko je povezana s mehanizmom funkcioniranja kamatne, profitne i eskontne stope. Upravo zbog toga dana je interpretacija širih okvira vezanih za navedene stope. Koncept buduće vrijednosti novca vezan je uz faktor rasta nacionalne privrede, što drugim riječima znači da faktor kapitalizacije bitno odražava bit i kapital odnosa, bez kojeg nema učinkovitog funkcioniranja gospodarstva.

Još je Keynes pokazao da vlade mogu ukrotiti konjunkturni ciklus, primjenjujući monetarne i fiskalne mjere, što utječe na ukupnu potrošnju. Instrumenti i mjere ekonomske politike okreću se strani ponude u makroekonomskoj aktivnosti, jer je agregatna ponuda središnje pitanje i za kratkoročan i za dugoročan razvitak privrede. Istvremeno je potrebno istaknuti da međusobno djelovanje između agregatne potražnje i agregatne ponude određuje razinu outputa, nezaposlenosti i iskorištenja kapaciteta i ključno je za kretanje razine cijena i inflacije, gledajući i kratkoročno. Dugoročno, agregatna je ponuda glavni činitelj koji stoji iza gospodarskog rasta.

Ekonomski rast središnje je ekonomsko pitanje i cilj je koji se želi postići kreiranjem konzistentnog gospodarskog sustava. U tom je kontekstu gospodarski rast najznačajniji činitelj ekonomskog uspjeha nacije i predstavlja ekspanziju bruto domaćeg proizvoda neke zemlje. U ekonomskom rastu u vremenu u kojem mi živimo poduzetnici i kapital vode glavnu riječ, a to znači da akumulacija kapitala i nove tehnologije postaju dominantne sile koje utječu na gospodarski rast. Tu je potrebno istaknuti da, kada se govori o trendu ekonomskog rasta, nema linearno stvarnoga rasta, što na svoj način potvrđuju dugoročni trendovi razvitka gospodarstva visoko razvijenih zemalja i povijesna iskustva i doprinosi ekonomske teorije. Zapravo, postoje veliki valovi ili devijacije u razdobljima od jednog desetljeća ili dužima. Tako i tehnološke inovacije ne moraju zauvijek ostati na visokoj razini, kao i povećanje životnog standarda. Opadajući prinosi mogli bi postajati sve značajniji.

Meteorski uspon popularnosti u tijeku osamdesetih i devedesetih godina doživio je pristup poticanju ekonomskog rasta, poznat kao ekonomija ponude, što je posebno motiviralo fiskalnu politiku Reganove administracije. Ekonomija ponude ističe poticanje ljudi na rad i štednju i smanjenje poreza, i to zato da bi se promijenio smjer sporog privrednog rasta i opadanja rasta proizvodnosti. Tako se došlo do volte face (preokreta) u ekonomskoj filozofiji, pri čemu se polazi od toga da output jače reagira na motivacije, poreze i na faktorske prinose nakon odbitka poreza,

nego na promjene u agregatnoj potražnji. Ekonomija ponude donosi novo isticanje motivacije, a to označuje odgovarajuće prinose koje donose rad, štednja i poduzetništvo. Ako su porezne stope pretjerano visoke, dolazi do gubitka motivacije. Zapravo, ekonomija ponude ističe ulogu fiskalne politike pri determiniranju ekonomskog rasta i agregatne ponude. Filozofija gospodarskog rasta i ekonomija ponude moraju omogućiti konjunkturni razvojni ciklus, koji znači zaokret u ukupnom nacionalnom outputu, dohotku i zaposlenosti. Konjunkturni ciklus ima svoje vrhove i dna, pri čemu se silazna faza manifestira kao recesija, a uzlazna kao prosperitet.

Hrvatska je u četvrtom tromjesječju godine 2001. ostvarila realan rast sezonalizirane vrijednosti bruto domaćeg proizvoda od 3,7% u odnosu prema istom razdoblju prethodne godine, pri čemu je najveći doprinos rastu BDP-a dala neto inozemna potražnja uz zapažen doprinos i investicijske potrošnje. Od komponenata domaće potražnje najviše su povećane bruto investicije (9,8%), a osobna je potrošnja s godišnjim rastom od 4,5% dala najveći doprinos rastu BDP. Stopom rasta realnog BDP u godini 2001. od 4,1% u odnosu na prethodnu godinu Hrvatska ne može biti zadovoljna, jer je uz tu stopu rasta nemoguće ostvariti izlazak iz svekolike krize, niti je moguće ostvariti osnovne ciljeve gospodarske politike. Zbog toga je potrebno provocirati konjunkturni investicijski razvojni ciklus, a to implicira potrebu igranja jače karte na konceptu ekonomije hrvatske privrede, odnosno kreiranja nove gospodarske matrice. Prema tome, ostvarena stopa rasta BDP nije zadovoljavajuća, a ne može se ocijeniti ni kao prosperitetna za Republiku Hrvatsku. Iako nije zabilježen porast stope inflacije, a nije došlo ni do ozbiljnijeg remećenja intervalutarnih tečajeva vezanih uz domaću valutu – kunu, Hrvatska još uvijek ima poziciju modela “umrtvljene” ekonomije, iako nešto oživljene. Poželjna stopa rasta BDP bila bi 10%-12% godišnje, što bi Hrvatskoj omogućilo da za sedam godina udvostruči BDP i otvori realnu perspektivu za razrješavanje kumuliranih socijalnih problema.

### **Zaključne refleksije**

(1.) I u godini 2002. egzistiraju brojni problemi u hrvatskome gospodarstvu, a to se ogleda u njegovoj nedovoljnoj konkurentnosti na inozemnom i na domaćem tržištu. Postoji velika inozemna zaduženost. Istovremeno nije razrješen ni kompleks problema vezanih uz unutarnju nelikvidnost. Hrvatska poduzeća u bilancama gubitka i dobitka iskazuju visoku razinu gubitka, što se odražava na problematiku stečaja brojnih poduzeća, odnosno njihove likvidacije. Sve je to popraćeno zabrinjavajućom nezaposlenošću koja je postigla zabrinjavajuću razinu od približno 24%. Snažno se manifestiraju problemi vezani uz neučinkovitu privatizaciju, restrukturaciju i transformaciju gospodarskih jedinica (poduzeća). I dalje postoji



visoka politizacija i etatizacija ekonomskih odnosa. Sve to, jednako kao i ostali problemi, ukazuje na potrebu bitnih promjena u ekonomskoj politici i u općim modalitetima funkcioniranja nacionalne ekonomije, odnosno u ekonomskom i financijskom sustavu. Pozitivnih je promjena malo - Hrvatska na svoj način "dribla" na mjestu.

2. Hrvatska nije uspostavila učinkovit model tržišno otvorene ekonomije, što znači da se alokacija resursa i dalje velikim dijelom odvija na prevladanom modelu distributivne ekonomije. Afirmacija modela tržišno otvorene ekonomije za Hrvatsku je imperativ, jer će bez toga teško uhvatiti neksus s visoko razvijenim zemljama i djelotvorno se uklopiti u proces globalizacije svijeta. To nalaže potrebu izrade konzistentne koncepcije i strategije razvitka Republike Hrvatske.

3. Hrvatska je manifestirala negativnu pojavu dekapitalizacije, što je nastalo kao posljedica pogrešnog koncepta privatizacije i otvorenih negativnih procesa deindustrijalizacije i deagrarizacije. Kapital je najvrednija supstanca u ekonomiji; on je lokomotiva razvitka. Uz kapital, glavni su čimbenik razvitka i nove tehnologije. Hrvatska ima tehnološki jaz i njega bi valjalo prebroditi jakim investicijskim ciklusom.

4. U hrvatskoj zbilji ne funkcionira učinkovito mehanizam kamatne i profitne stope. Iako ima tendencija smanjenja kamatnih stopa, one još uvijek obaraju logiku mehanizma profitne stope, jer profitna stopa mora biti mnogo veća od kamatne stope, a to znači da profitna stopa generira dobit poslovanja poduzeća koja kompenzira trošak kapitala i zaradu poduzetniku.

5. Financijski sustav Republike Hrvatske nije prohodan za transformiranje raspoložive štednje, koja se javlja u obliku depozita, u investicije, uvažavajući klasičnu relaciju investicija jednako štednja. Tako su, radi ilustracije, štedni i oročeni depoziti od 5,6 milijardi kuna 31.12.1997. povećani na 10,2 milijarde kuna 31.12.2001., a devizni su depoziti za to isto razdoblje povećani od 31,3 milijarde na 71,8 milijardi kuna. Novčana je masa povećana od 13,7 na 23,7 milijardi kuna. Zapaža se pozicija "neutralnosti" monetarnih vlasti u Hrvatskoj. Dakle, već u godini 2002. novčani štedni oročeni i devizni depoziti iznose približno 84 milijarde kuna, pa stoga proizlazi ključni zaključak: uz primarni novac, samo je dio ukupne pasive monetarnih institucija u funkciji novčane cirkulacije, a znatan iznos ostaje u funkciji monetarne regulacije, istrgnut iz monetarnih tokova. Kreditna se politika više okretala prema sektoru stanovništva nego prema poduzećima, iako su i tu napravljeni određeni pomaci. Toj interpretaciji valja dodati promjene nemonetarne pasive koje predstavljaju najvažniji mehanizam poništavanja M1. Devizni depoziti postigli su visoku razinu. Tu se manifestira fenomen da se kanalom nemonetarne pasive i ostale pasive (neto) poništava veliki iznos transakcijskoga novca i stvara se novčani oblik imovine koji ne sudjeluje u robno-novčanim transakcijama, a to ukazuje na velika sredstva za investicije. Zapravo, Hrvatska ukazuje na fenomen mrtvih kapitala.

6. Veoma je aktualno pitanje odnosa između realnog i financijskog sektora u Hrvatskoj. To je krucijalno pitanje. Postoji odvojenost realnog i financijskog sektora; postoji "distanca" financijskog sektora u odnosu na realni. Na svoj način u Hrvatskoj postoji fenomen da financijski sektor generira pogoršanje realnoga sektora, iscrpljujući mu raspoloživu likvidnost i značajan dio dohotka. Ujedno je nastala nemila pojava ekspatrijacije, odljevanje devizne imovine u svim oblicima u inozemstvo. Ekspatrijacija je nemila pojava koja velikim dijelom onemogućuje pozitivne procese u funkcioniranju hrvatskoga gospodarstva.

7. Hrvatska se mora okrenuti provjerenim mehanizmima funkcioniranja gospodarskog i financijskog sustava, što sa svoje strane implicira potrebu implementacije i postuliranja onih vrednota kapitalizma koje će Hrvatsku gurnuti na stazu prosperiteta, gdje zasigurno mehanizmu kamatne i profitne stope pripadaju važno mjesto i uloga.

### Prilog 1.

#### *Osnovne informacije o Hrvatskoj (ekonomski indikatori)*

	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.	1998.	1999.	2000.	2001.
Površina (u km <sup>2</sup> )	56.538	56.538	56.538	56.538	56.538	56.538	56.538	56.538	56.538
BDP (u mil. USD, tekuće cijene)	10.903	14.585	18.811	19.872	20.109	21.628	20.031	19.030	20.263
BDP-godišnje stope promjene (u % stalne cijene)	-8,0	5,9	6,8	5,9	6,8	2,5	-0,9	3,7	4,1
BDP po stanovniku (u USD)	2.349	3.137	4.029	4.422	4.398	4.805	4.399	4.334	4.625
Stopa inflacije (u % na svršetak razdoblja)	1.149,7	-3,0	3,7	3,4	3,8	5,4	4,4	7,4	2,6
Broj stanovnika (u mil.)	4,6	4,6	4,7	4,5	4,6	4,5	4,6	4,4	4,4
Izvoz robe i usluga (u % BDP-a)	56,8	48,8	37,7	39,5	40,9	39,6	40,5	45,5	47,4
Uvoz robe i usluga (u % BDP-a)	53,0	45,4	49,5	49,7	56,6	49,2	48,9	50,4	52,6
Tekući račun platne bilance (u % BDP-a)	5,7	5,9	-7,7	-5,5	-11,6	-7,1	-6,9	-2,3	-3,1
Inozemni dug (u mil. USD, na svršetku razdoblja)	2.638	3.020	3.809	5.308	7.452	9.586	9.872	11.002	11.146
Inozemni dug (u % BDP-a)	24,2	20,7	20,2	26,7	37,1	44,3	49,3	57,8	54,5
Inozemni dug (u % izvoza robe i usluga)	42,6	42,4	53,7	67,7	90,7	111,9	121,6	127,0	115,1
Ukupna otplata inozemnog duga (u % izvoza robe i usluga)	6,6	4,3	6,4	9,3	13,8	19,4	29,3	29,9	37,9
Bruto međunarodne pričuve HNB (u mil. USD, na svršetku razdoblja)	616	1.405	1.895	2.314	2.539	2.816	3.025	3.525	4.697
Bruto međunarodne pričuve HNB (u mil. USD, na svršetku razdoblja)	1,3	2,5	2,4	2,8	2,7	3,2	3,7	4,4	5,3
mjesecima uvoza robe i usluga, na svršetku razdoblja)									
Devizni tečaj za 31. prosinca (HRK: 1 USD)	6,5619	5,6287	5,3161	5,5396	6,3031	3,2475	7,6477	8,1553	9,3560
Prosječni devizni tečaj (HRK : 1 USD)	3,5774	5,9953	5,2300	5,4338	6,1571	6,3623	7,1124	8,2768	8,3391

Izvor: Bilten Hrvatske Narodne Banke br.70

## Prilog 2.

### *Monetarni i kreditni agregati*

Na svršetku razdoblja u milijunima kuna i postocima

Godina	Mjesec	Primarni novac	Novčana masa M1	Novčana masa M1a	Ukupna likvidna sredstva M4	Neto domaća aktiva	Plasmani
1993.	prosinac	2.248,9	3.134,4	3.759,2	10.061,1	12.005,7	20.287,9
1994.	prosinac	4.714,2	6.642,6	6.996,7	17.679,9	16.540,1	27.661,5
1995.	prosinac	6.744,1	8.234,9	8.503,2	24.623,0	21.576,3	32.819,5
1996.	prosinac	8.770,4	11.368,9	11.494,9	36.701,1	24.960,4	33.831,2
1997.	prosinac	10.346,1	13.731,4	13.848,8	50.742,0	33.829,0	48.863,4
1998.	prosinac	9.954,2	13.531,4	13.615,2	57.340,3	44.626,8	59.792,0
1999.	prosinac	10.310,0	13.858,9	13.965,7	56.659,3	40.003,8	55.875,8
2000.	prosinac	11.717,3	18.030,3	18.256,4	73.061,1	44.043,9	60.863,3
2001.	prosinac	17.803,2	23.703,5	23.936,5	106.071,4	57.410,0	74.868,1

Mjesečne stope rasta						
Godina	Primarni novac	Novčana masa M1	Novčana masa M1a	Ukupna likvidna sredstva M4	Neto domaća aktiva	Plasmani

1993.	-	-	-	-	-	-
1994.	11,73	2,20	3,83	2,26	11,84	3,45
1995.	2,97	0,89	1,54	3,41	1,0	1,88
1996.	11,35	7,83	7,67	4,88	-5,41	-11,61
1997.	7,86	3,93	3,85	2,16	4,98	4,96
1998.	7,24	6,92	6,59	2,51	3,73	0,25
1999.	4,53	5,46	5,48	2,28	0,35	-4,58
2000.	7,32	10,04	9,89	3,66	10,46	2,66
2001.	8,01	13,0	11,96	11,65	3,40	1,17

Izvor: Bilten Hrvatske Narodne Banke br.70, str. 18.

## LITERATURA

1. Bierman, H., i Smidt, D.: "The Capital Budgeting Decision", Economics Analysis and Financing od Investment Decision, New York, 1965.
2. Brigham, E.F.: "Financial Management, Theory and Practice", šesto izdanje, Chicago, 1991.
3. Conrad, Joseph: "An Introduction to Theory of Interest", Berkeley, University of California Press, 1959.
4. Fisher, I.: "The Theory of Interest", New York, 1965.
5. Fisher, I.: "Two Philosophies of Money", London, St. Martin's Press, 1997.
6. Fraser, D.R. i Rose, P.S.: "Financial Institutions and Markets in Managing World", treće izdanje, 1987.
7. Foley, J.B.: "Tržište kapitala", Zagreb, Mate, 1993.
8. Fridman, M.: "Teorija novca i monetarna politika", Beograd, 1973.
9. Haugen, A.R.: "Modern Investment Theory", USA, 1986.
10. Homer, S.: "A History of Rates", New Brunswick, N.J.:Rutgers University Press, 1963.
11. Homer, S. i. Johannesen, R.I: "The Price of Money 1946.-69.", New Brunswick, N.J.: Rutgers University Press, 1969.
12. Home, C.V.J.: "Financijsko upravljanje i politika", deseto izdanje, Zagreb, Mate, 1993.
13. Ibbotson, R.G. i Brinson, G.P.: "Investment Markets", New York, McGraw-Hill, 1987.
14. Keynes, J.M.: "Opća teorija zaposlenosti, kamate i novca", Zagreb, 1956.
15. Keynes, J.M.: "Izabrana djela", Zagreb, Matica Hrvatska, 1994.
16. Moore, B.: "An Introduction to the Theory of Finance", New York, The Free Press, 1968.
17. Orsag, S.: "Financiranje emisijom vrijednosnih papira", Zagreb, 1997.
18. Schumpeter, A.J.: "Povijest ekonomske analize", Zagreb, 1975.
19. Stigmuns, M.: "The Money Markets", USA, 1993.
20. Veselica, V.: "Priručnik o vrijednosnim papirima", Zagreb, Iros, 1987.
21. Veselica, V.: "Financijski sustav u ekonomiji", Zagreb, 1995.
22. Veselica, V. i Vojnić, D.: "Misli i pogledi o razvoju Hrvatske", HAZU, Zagreb, 1999.
23. Veselica, V.: "Fenomenologija nelikvidnosti u hrvatskom gospodarstvu", Ekonomist, Zagreb, br. 5 i 6, 2000.
24. Veselica, V. i ostali autori: "Gospodarska i socijalna zbilja Hrvatske, stanje i perspektive", HAZU i HDE, 2001.
25. Zavod za platni promet: Informacije o osnovnim financijskim rezultatima poduzetnika, objavljen u 1999., 1998., 1997. i 1996. godini.
26. Znanstveni skup "Dugoročna strategija gospodarskog razvoja Hrvatske: Ekonomija", Rifin, Zagreb, 1999.

## INTEREST AND PROFIT RATE

### Summary

The author describes the way of functioning of credit-monetary relations in market economies and compares adequate mechanisms in the Republic of Croatia. In conclusive part he points out a desirable application of interest and profit rate, as levers for achievement of proclaimed goals of economic policy.